



Texto para Coluna do NRE-POLI  
na Revista Construção e Mercado – Pini – Abril 2010

**As perspectivas do crédito à produção na construção civil e impactos  
no custo de funding dos empreendimentos**

Roberto Sampaio é engenheiro civil (Poli-USP) e mestre em habitação pelo IPT  
Sandro Fabi é economista (Mackenzie)

Foi somente a partir de 1964 que a história do crédito imobiliário no Brasil e do SFH (Sistema Financeiro da Habitação) tornou-se representativa, tendo como destaque a criação do BNH (Banco Nacional da Habitação).

Com a extinção do BNH em 1986 e, em função das altas taxas básicas de juros, o mecanismo de financiamentos imobiliários no SFH foi reestruturado através do SBPE (Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo).

**O SBPE**

No SBPE, recursos são captados a taxas de juros mais baixas, por meio da Poupança. A baixa rentabilidade é compensada pela isenção de imposto de renda sobre a remuneração das aplicações e pela garantia do investimento através do FGC (Fundo Garantidor de Crédito). Em contrapartida, os bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, as sociedades de crédito imobiliário, as companhias hipotecárias e as caixas econômicas aplicam compulsoriamente 65% desses recursos em financiamentos imobiliários. A maior parte é destinada a unidades habitacionais enquadradas nos limites do SFH, com taxa efetiva de juros limitada a 12% ao ano,

---



acrescida da variação da Taxa Referencial (TR) ou do índice que vier a substituí-la na correção dos saldos em Poupança.

Neste formato, o SBPE tem sido, há muito tempo, a principal fonte de crédito das instituições financeiras privadas às incorporadoras e construtoras para a produção de empreendimentos imobiliários.

### **Desequilíbrio e retomada**

Ao longo de sua trajetória, o SBPE passou de “mocinho a vilão”, como resultado do desequilíbrio vivenciado pelo sistema nos primeiros anos de implantação do Plano Real. A causa do desequilíbrio foi o descompasso entre a TR (Taxa Referencial), que se tornara então o índice de reajuste dos saldos em poupança e financiamentos no SBPE, e a variação nos índices de preço que corrigiam as receitas das incorporadoras, como o INCC (**Índice Nacional de Custo da Construção**) e o IGPM (Índice Geral de Preços do Mercado). A variação da TR superou consideravelmente a variação nos índices de preço, fazendo com que os passivos das incorporadoras aumentassem em velocidade desproporcional às receitas.

Na ocasião, o cenário de altas taxas de juros não apresentava “soluções” de mercado às incorporadoras, de forma que a capacidade de redução de seus passivos através do aumento de capital próprio foi o que minimizou o tamanho do estrago.

Este foi o preço da estabilização para o mercado imobiliário. De um lado, medidas econômicas que almejavam a desindexação da economia trouxeram a TR como o novo índice de reajuste para a Poupança, então atrelado às variações nas taxas de juros. De outro lado, as elevadas taxas de juros, um dos principais mecanismos utilizados

---



para conter a inflação, acabou se mostrando eficiente: a variação da TR, em 1995, foi de aproximadamente 31%, enquanto a variação do IGPM foi de pouco mais de 17%.

Entretanto, a partir de 1998, novas condições macroeconômicas e a alteração na metodologia de apuração da TR corrigiram esse desequilíbrio e possibilitaram ao SBPE a retomada da sua principal função – e o papel de “mocinho” – ao minimizar o grande problema do mercado imobiliário: as altas taxas de juros.

A “nova” TR fez com que o sistema representasse novamente a fonte de financiamento mais barata para o mercado imobiliário.

### **Papel do crédito e do SBPE**

No setor da construção civil, o papel do crédito como indutor do crescimento e do desenvolvimento é ainda mais relevante. Isto porque o setor demanda quantidades vultosas de recursos e apresenta ciclos operacionais mais longos, quando comparado aos demais setores.

E no mercado de incorporação residencial, principal foco do SBPE, a equação de fundos dos empreendimentos imobiliários conta com 03 (três) fontes básicas de recursos: receitas de pré-vendas, financiamentos à produção e, por fim, recursos próprios das Incorporadoras.

Quanto maior o volume de receitas de pré-vendas obtidas durante a fase de lançamento e de construção do empreendimento, menor será a exposição de caixa e, desta forma, menor será a necessidade de recursos próprios ou de financiamentos à produção.

---



Quanto menor o custo do financiamento à produção, em comparação à taxa natural de retorno do empreendimento (sem considerar o financiamento), maior será o efeito alavancador da rentabilidade sobre os recursos investidos.

Por fim, quanto maior a rentabilidade proporcionada pelo investimento no empreendimento imobiliário, maior será a tendência de redução das margens de lucro e, conseqüentemente, do preço final dos imóveis, num mercado concorrencial e em franca expansão. É assim que o financiamento no SBPE cumpre seu papel.

### **Os efeitos das taxas básicas de juros**

O efeito alavancador da rentabilidade sobre os recursos investidos nos empreendimentos imobiliários está diretamente relacionado à diferença entre a taxa natural de retorno do empreendimento e o custo do financiamento à produção.

Assim, para que o financiamento à produção seja uma alternativa interessante na composição da equação de fundos do empreendimento, é necessário que seu custo seja inferior à taxa natural de retorno do empreendimento que, por sua vez, deve ser inferior à taxa de atratividade do investimento definida sob a ótica da incorporadora. Isto porque, nesta hipótese, atingir a taxa de atratividade dependerá do efeito alavancador do financiamento.

A taxa de atratividade, por sua vez, está diretamente relacionada à taxa básica de juros da economia. Assim, quanto mais baixa esta taxa, mais baixa será a taxa de atratividade, *ceteris paribus* (com todo o restante constante). E quanto mais baixa a taxa de atratividade, mais baixo deverá ser o custo do financiamento, para que se mantenha interessante.

Hoje em dia, este fator tem refletido positivamente na redução das taxas de juros dos

---



financiamentos.

## Perspectivas

O Brasil tem experimentado as taxas básicas de juros mais baixas da história, fazendo com que o teto estipulado para os juros do SFH não tenha mais efeito prático na determinação das taxas de juros dos financiamentos na atualidade. Como consequência, em um movimento natural e de mercado, as instituições integrantes do SBPE já reduziram suas taxas de financiamento a patamares inferiores ao limite de TR+12% ao ano fixado para o SFH, tanto para os financiamentos concedidos às pessoas físicas para a aquisição de imóveis quanto para os financiamentos à produção destinados às pessoas jurídicas.

Ainda, o nível atual de taxas de juros possibilita o ingresso de recursos adicionais no sistema, através de mecanismos alternativos de captação como a LCI (Letra de Crédito Imobiliário), trazendo um fôlego extra para a Poupança, que já anuncia seu esgotamento para os próximos anos.

A LCI e outros instrumentos alternativos de captação de recursos, como o CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários), atingem um público investidor diferenciado e que busca rentabilidade referenciada pelo CDI (Certificado de Depósito Interbancário). Assim, deve-se considerar que, embora as taxas de juros de curto prazo tenham atingido seu menor patamar na história, as taxas de juros de longo prazo – referência para o financiamento imobiliário – ainda carregam uma perspectiva de elevação e, desta forma, tais instrumentos alternativos de captação de recursos são mais adequados para lastrear financiamentos de curto e de médio prazos.

---



Neste sentido, observa-se a tendência de que os financiamentos para aquisição de imóveis por pessoas físicas, dada sua característica de longo prazo, tendem a ter cada vez mais prioridade em relação aos recursos da Poupança, enquanto os financiamentos à produção tendem a depender cada vez mais dos recursos captados através das fontes alternativas.

Algumas fontes alternativas de captação de recursos, como por exemplo as LCIs, também possuem isenção de imposto de renda, o que se traduz em um custo de captação mais baixo em relação aos instrumentos equivalentes, como os CDBs. Naturalmente, a redução no custo de *funding* tem contrapartida no custo do financiamento que lastreia a emissão, barateando seu custo em relação ao que seria referenciado pelo “custo DO mercado”. Entretanto, esse custo, embora mais baixo, estará necessariamente referenciado pelo “custo DE mercado”. Assim, as taxas básicas de juros tendem a ser, num futuro próximo, o principal determinante do custo de *funding* para o setor da construção civil. E o crescimento do setor dependerá, principalmente, da manutenção das taxas básicas de juros em patamares adequados, possibilitando o ingresso de novos recursos no sistema e a continuidade do modelo atualmente praticado.

---